

流动性估值跟踪： 公募REITs规则落地

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 S1230520030001

2021年2月2日

总体情况

- **宏观流动性：** 1.上周逆回购净回笼2300亿元，MLF没有操作； 2. 市场利率方面，DR007和R007大幅飙升至3.16%和4.39%； 3. 人民币兑美元小幅上升至6.47。
- **A股市场资金面和情绪面：** 1.上周A股成交量和换手率均有所下降； 2. 两融余额时隔多周首次下降至1.68万亿； 3. 北上资金净流出67.4亿元； 4. 上周A股净减持减少、回购规模上升，本周限售解禁规模上升； 5. 风格来看，上周大盘股、低PE、低价股、绩优股表现最好。
- **A股和全球估值：** 上周市场受流动性收紧影响大幅回调。上周市盈率分位数（十年）较低的行业有房地产（0%）、建筑装饰（0%）、农林牧渔（1.8%）、通信（11.5%）、公用事业（12.9%），市盈率分位数（十年）较高的行业有休闲服务（99.6%）、食品饮料（99.4%）、家用电器（99%）、家用电器（99%）、电气设备（91.9%）。

一、宏观流动性

指标	流动性评级（共五星）	流动性变动
1.公开市场	★★	↓
2.外汇占款	★★★★★	↓
3.信用派生	★★★★★	↓
4.货币市场	★★	↓
5.国债市场	★★	↓
6.信用债	★★★	↓
7.理财市场	★★★★★	↑
8.贷款市场	★★★	→
9.外汇市场	★★★★★	↓

二、A股市场资金面和情绪面

指标	流动性评级（共五星）	流动性变动
1.A股成交	★★★★★	↓
2.产业资本	★★★★★	↑
3.基金发行	★★★	↓
4.杠杆资金	★★★★★	↓
5.海外资金	★	↓
6.大宗交易	★	→
7.股票质押	★	↓
8.风险偏好	★	↓
9.股票供给	★★★★★	↑

三、A股和全球估值

指标	估值评级（共五星）	估值变动
1.上证指数	★★★★★	↓
2.深圳成指	★★★★★	↓
3.创业板指	★★★★★	↓
4.标普500	★★★★★	↓
5.道琼斯工业指数	★★★★★	↓
6.纳斯达克指数	★★★★★	↓
7.恒生指数	★★★★★	↓
8.日经225	★★★★★	↓
9.英国富时100	★★★	↓

注：流动性星级评分是客观根据最近两年数据的分位数，如一星表示小于20%，五星表示大于80%
 估值星级评级客观根据最近十年数据的分位数（周度更新），如一星表示小于20%，五星表示大于80%

目录

■ 本期关注：公募REITs规则落地

■ 宏观流动性

■ A股市场资金面和情绪面

■ A股市场估值

■ 全球市场估值

■ 风险提示

本期关注：公募REITS规则落地

REITs新规的五大变化

1月29日，沪深交易所、证券业协会正式颁布了公募REITs业务的配套规则，其相较于去年9月的意见稿，发生5大变化。

变化一：战略配售方面，上交所在新规中增加了“超出20%部分持有期不少于三年”、“持有期间不允许质押”等战略配售约束，与深交所保持一致；同时两交易所均在新规中对“基础设施项目的控股股东和实际控制人”做了相关的补充规定。

变化二：在流动性方面，两交易所**在新规中对涨跌幅限制、流动性服务机制、质押协议交易**等三方面的规定进行了优化补充，例如：上市首日30%的涨跌幅限制和非上市首日10%的涨跌幅限制，以及不少于1家流动性服务商提供双边报价的服务机制等，将有效改善REITs上市后的市场流动性。

变化三：在REITs份额权益变动方面，两交易所**在新规中调高了REITs份额权益变动触发相关行动的标准，并对信息披露、权益变动报告、收购要约等门槛做了具体规定。**

变化四：在重要现金流提供方面，两交易所**在新规中对“重要现金流提供方”的认定标准进行了调整**，由原本的“占现金流总额的5%且在该类主体中排名前十”修改为“占现金流总额的10%”，也不再要求提供该主体的“持续经营能力分析”。

变化五：在基金管理人或财务顾问的权利和义务方面，证券业协会在新规中扩大了基金管理人和财务顾问的责任，增加了基金管理人或财务顾问“应当对网下投资者是否存在禁止参与询价情形、是否参与询价后通过面向公众投资者发售部分认购基金份额、缴款账户是否为该配售对象自有银行账户、是否超资产规模认购等情形进行实质核查”等责任。

新规变化细则详解

	正式稿 (2021.1.29)	征求意见稿 (2020.9.4)
战略配售规则	上交所：基础设施项目原始权益人.....不少于60个月，超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月，基金份额持有期间不允许质押。 基础设施项目控股股东或实际控制人，或其同一控制下的关联方，原则上还应当单独适用前款规定。 深交所：基础设施项目有多个原始权益人的，作为基础设施项目控股股东或实际控制人的原始权益人或其同一控制下的关联方持有期限自上市之日起不少于60个月的基金份额原则上应当不低于本次基金发售总量的20%。	基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的20%，其中基金份额发售总量的20%持有期限自上市之日起不少于60个月。 基础设施项目有多个原始权益人的，作为基础设施项目控股股东或实际控制人的原始权益人或其同一控制下的关联方持有期限自上市之日起不少于60个月的基金份额在本次规定最低战略配售份额的占比中，不低于其初始持有基础设施项目权益的比例。 基础设施项目有多个原始权益人的，作为基础设施项目控股股东或实际控制人的原始权益人或其同一控制下的关联方应当至少持有本次基金份额发售总量的20%，且其中占发售总量20%的基金份额持有期自上市之日起不少于60个月。
流动性规则	REITs采用价格涨跌幅限制，上市首日涨跌幅限制比例为30%，非上市首日涨跌幅限制比例为10%。涨跌幅计算公式为：涨跌幅价格=前收盘价×（1±涨跌幅比例）。 REITs上市期间，基金管理人原则上应当选定不少于1家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价服务，但是REITs规模在存续期内大体稳定，做市商的成本如何覆盖是否由基金管理人另行支付，还需要进一步的探讨。 REITs份额可以作为质押券参与质押式协议回购、质押式三方回购等业务，需要注意三点：1、原始权益人或其同一控制下的关联方在限售期内不得质押；2、前述主体在限售期届满后参与质押的，其质押的战略配售取得的REITs份额不得超过该类份额的50%，交易所另有规定的除外；3、原始权益人或其同一控制下的关联方之外的其他投资者持有的战略配售的限售份额可以参与质押式协议回购业务。	- 基础设施基金交易可以引入流动性服务机制，流动性服务商可以为基础设施基金提供双边报价服务。基础设施基金管理人及流动性服务商开展基金流动性服务业务，适用本所《基金流动性服务业务指引》的规定。 基础设施基金可以采取质押协议回购及交易所认可的其他方式进行交易。
权益变动规则	当投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额拥有权益份额达到10%，同时此后每增加或减少5%，需3日内编制权益报告书，通知基金管理人，并予公告，且在上述期限内，不得再买卖该REITs份额 当投资者.....拥有权益份额达到10%但未达到30%，按照参照《上市公司收购管理办法》第16条编制简式权益报告书；达到30%但未达到50%，参照《上市公司收购管理办法》第17条编制详式权益报告书。 当投资者.....拥有权益份额达到50%，继续增持的，参照《上市公司收购管理办法》以及其他有关上市公司收购及股份权益变动的有关规定，采取要约方式进行并履行相应的程序或者义务 可免于发出要约的三种情况：1、达到或超过2/3，继续增持的；2、达到或超过50%，且符合《上市公司收购管理办法》第63条列举情形之一的；3、符合《上市公司收购管理办法》第62条列举情形之一的。	当投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额拥有权益份额达到5%，同时此后每增加或减少5%，需3日内编制权益报告书，通知基金管理人，并予公告，且在上述期限内，不得再买卖该REITs份额 - 当投资者.....拥有权益份额达到30%，继续增持的，参照《上市公司收购管理办法》以及其他有关上市公司收购及股份权益变动的有关规定，采取要约方式进行并履行相应的程序或者义务 -
重要现金流提供方	重要现金流提供方是指在尽职调查基准日前的一个完整自然年度中，基础设施资产的单一现金流提供方及其关联方合计提供的现金流超过基础设施资产同一时期现金流总额的10%的现金流提供方。 现金流来源集中度较高的，基金管理人和资产支持证券管理人应当进行风险提示，并披露重要现金流提供方的经营情况、财务状况。	重要现金流提供方是.....单一现金流提供方及其关联方合计提供的现金流超过基础设施资产同一时期现金流总额的5%，且在该类主体中排名前十的现金流提供方。 现金流来源集中度较高的，.....并披露重要现金流提供方的经营情况、财务状况和持续经营能力分析。
基金管理人或财务顾问的权利和义务	应当对网下投资者是否存在禁止参与询价情形、是否参与询价后通过面向公众投资者发售部分认购基金份额、缴款账户是否为该配售对象自有银行账户、是否超资产规模认购等情形进行实质核查。	-

REITs中外对比：美国、新加坡

与海外REITs产品相比，我国类REITs在**行业领域、法律主体、资金回笼方式、税收和分配**等方面均有不同。

	中国		美国	新加坡
行业领域	公路、铁路等交通项目	有	几乎没有	至少75%的资产投资于能够产生收入的房地产和房地产相关资产
	城镇供水、供电、供气、供热等市政项目	有	几乎没有	对在建、拟建项目的投资规模不超过总资产的25%
	仓储物流、新型基础设施等REITs产品	有	有	
	地产等商业领域	确将房地产项目排除在外	房地产行业REITs市值占总市值约三分之一	
法律主体	契约型”REITs以公开募集的证券投资基金为载体，通过投资不动产支持证券（ABS）持有不动产资产，本质是“公募基金+ABS”模式。		主要采用“公司型”REITs法人主体，SPV直接持有并运营不动产及基础设施，同时在符合美国对REITs法律规定的红利发放、股东人数等标准的情况下完成上市，享受REITs的税收优惠等政策。	SPV法律形式为封闭式信托
资金回笼方式	原始权益人实质上出售了项目资产而非企业股权，可以带来一次性较大额度的资金回笼。		按照市场化运作的方式发售企业股票或可称之为单位份额，在公开市场上交易	持牌信托公司作为受托人和监护人
			买方可以是公募基金，也可以是其他机构或个人投资者。	持牌资产管理人作为管理人，进行具体投资运营
税收	资产重组过程中通常涉及土地增值税、契税、增值税、企业所得税等大量税费成本		美国等发展较为成熟的REITs市场均设计了针对REITs的税收优惠方案	来自房地产及房地产相关资产的现金收入（资本利得除外）在信托层面不征收所得税
分配			法律规定REITs需将应税收益的至少90%以股利或分红形式分配给投资者	收入的90%以上来自于自持不动产的租金收入，应税收入的至少90%向信托单位持有人进行分配

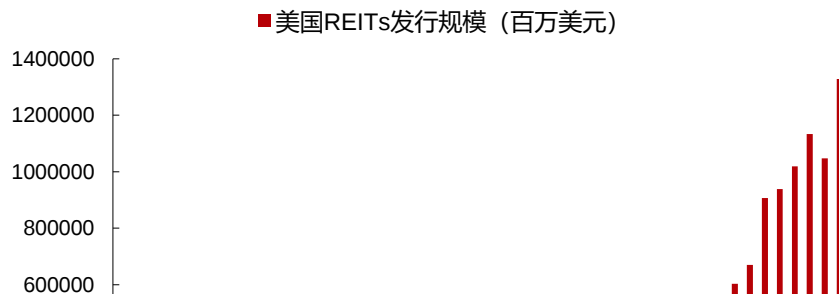
中美REITs产品发行规模

就国内而言，目前并没有正式的REITs产品，仅有类REITs产品，截至目前，共计发行84只，累计发行金额达1523亿元。

根据证券业协会的信息，自**2020年4月启动基础设施公募REITs试点工作**以来，已有近30余只权益性公募REITs项目在2020年参与了发改委的试点答辩，通过审核的项目**有望在今年上市**。

根据光华学院的研究，我国基础设施存量资产的**投资额超过130万亿元**，基于成熟市场的现状，**6%的资产可REITs化**，则未来公募REITs市场规模将达到**7.8万亿元水平**。

就美国而言，截至2019年末，其REITs规模已达1.33万亿美元，且目前有7只基础设施 REITs，总市值达1300 亿美元，占美国上市 REITs 总市值约 11%。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18262

